



ИНВЕСТКАФЕ -  
НЕЗАВИСИМОЕ  
АНАЛИТИЧЕСКОЕ  
АГЕНТСТВО

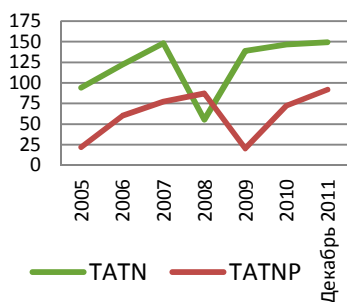
## ТАТНЕФТЬ

### Аналитики — Нефть и Газ

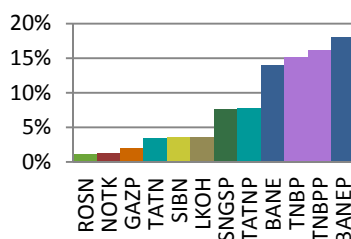
Дмитрий Адамидов, к.э.н.  
+7 985 766 05 74  
[da@investcafe.co.uk](mailto:da@investcafe.co.uk)

Григорий Бирг, MiF, ACA  
+7 903 720 03 65  
[gb@investcafe.co.uk](mailto:gb@investcafe.co.uk)

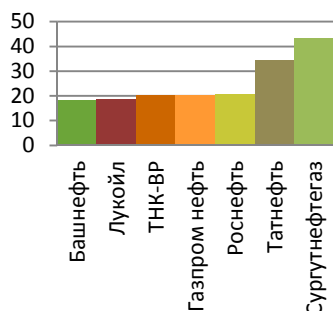
Виталий Михальчук  
+7 916 060 03 92  
[vm@investcafe.co.uk](mailto:vm@investcafe.co.uk)



### Дивидендная доходность, 2010



### Обеспеченность запасами, лет



Этим исследованием мы инициируем покрытие ОАО «Татнефть». Текущие котировки акций компании демонстрируют справедливую оценку рынком, в связи, с чем рекомендация Инвесткафе по обыкновенным и привилегированным бумагам Татнефти — «держат».

**Татнефть на пути к вертикальной интеграции.** После завершения строительства НПЗ Татнефть получит возможность перерабатывать около 27% собственной нефти и сократит издержки на переработку. Таким образом, компания получит возможность реализовывать нефтепродукты с более высокой маржой.

**Рост рентабельности.** Мы прогнозируем заметное увеличение чистой рентабельности компании: с 10% в 2010 году до 13,6% в 2011 и 15,3% в 2012 за счет стабильно высоких цен на нефть. Чистая рентабельность в 2020 году будет составлять 15%. Эффект был бы еще сильнее, если бы не растущие удельные издержки на добычу, которые, по нашим оценкам, будут опережать темпы инфляции. Это произойдет потому, что стабилизация уровня добычи будет все дороже обходиться компании. Эффект от введения налоговой схемы 60-66-90, будет положительным для компании. Рентабельность по EBITDA вырастет на 6% в 2011 году и еще на 3% в 2012 году.

**Рост дивидендов.** Татнефть выплачивает акционерам довольно высокие по меркам российского нефтегазового сектора дивиденды. В 2010 году ретроспективная дивидендная доходность привилегированных акций компании составила около 8%, обыкновенных — чуть более 3%. Мы считаем, что, по мере того как рост капитальных инвестиций сократится и компания будет генерировать стабильно высокие денежные потоки, Татнефть будет увеличивать размер выплачиваемых дивидендов. Payout по USGAAP, по нашим прогнозам, вырастет до 37% в течение 5 лет (2010:25%).

**Снижение долга.** Долговая нагрузка компании, которая из-за необходимости инвестиций в строительство нефтеперерабатывающего комплекса превысила комфортный уровень (коэффициент Net Debt/EBITDA в 2010 году составил 1,32x), будет снижаться, по мере того как погашаются кредиты, привлеченные для строительства ТАНЕКО. К концу прогнозного периода соотношение долг/акционерный капитал сократится более чем вдвое — до 11% (2010: 31%).

**Справедливая стоимость.** С целью расчета справедливой стоимости акций Татнефти мы построили модель дисконтированных денежных потоков до 2020 года. По нашим расчетам, стоимость **обыкновенной акции** Татнефти должна составлять **177,60** рубля, **привилегированной** — **97,68** рубля. С учетом текущих котировок мы присваиваем обыкновенным и привилегированным акциям рекомендацию «**держат**».

### Акции компании

Целевая цена - ао (TATN)	руб.	177,60
Потенциал - ао (TATN)		19%
Кол-во ао	млн	2,179
Free Float - ао		31%
Целевая цена - ап (TATNP)	руб.,	97,68
Потенциал - ап (TATNP)		6%
Кол-во ап	млн	148
Free Float - ап		100%
Рыночная капитализация	млрд руб.	338,82
Enterprise Value	млрд руб.	440,10

Источник: ММВБ, данные компании, расчеты Инвесткафе

### Финансовые и рыночные показатели

	2010	2011П	2012П	2013П
Выручка (млн руб)	468,032	596,753	568,929	592,903
ЕБИТДА (млн руб)	73,675	127,982	136,854	140,487
Чистая прибыль (млн руб)	46,699	81,158	87,295	88,886
Рентабельность EBITDA (%)	16%	21.4%	24.1%	23.7%
Чистая рентабельность (%)	10%	13.6%	15.3%	15.0%
EPS (руб.)	21	37	40	41
DPS (руб.) – ао и ап	5.02	9.42	10.89	11.85
P/E (x)	8.29	4.77	4.43	4.35
EV/S (x)	0.94	0.73	0.71	0.65
EV/EBITDA (x)	6.0	3.4	2.9	2.7
ROE (%)	13.32%	19.49%	18.06%	16.21%
Цена Urals (\$/bbl)	78	110	105	110
Free Cash Flow (млн руб)	(39,540)	53,275	54,879	47,688

Источник: ММВБ, данные компании, расчеты Инвесткафе

